

이마트 (139480)

야구단 인수의 단상: 부동산→리테일먼트

SK와이번스 인수, 단기 투자심리 위축 가능성

이마트는 26일 SK텔레콤으로부터 총 1,353억원(주식 1,000억원+토지 및 건물 353억원)에 SK와이번스를 인수한다고 공시했다. 본계약은 2월 23일이다. 소요 자금 규모는 이마트 별도기준 자산 규모 15.7조원에 비하면 미미하고, SK와이번스가 BEP 내외 기록해왔다는 점을 감안하면, 실적에 미치는 영향도 제한적이다. 투자심리는 다소 악화될 수 있다. 호텔 사업 확대(특히, 레스케이프)는 실망적이었고, 굿푸드홀딩스 등 미국 슈퍼마켓 투자 역시 그 목적과 중장기 전망에서 물음표를 만들고 있다. 이번 인수도 이런 시각에서 자유롭기 힘들다. 다만, 인수 자체를 부정적으로 볼 필요는 없다.

소비패턴 변화 감안 시 나쁘지 않은 선택

첫째, 현금흐름을 크게 저해하지 않는다. 소요자금이 작기도 하지만, 2019년 이후 지속적인 비효율자산 매각으로 현금을 꾸준히 확보하고 있으며, 차입금은 연간 3천억원 이상씩 줄어 들고 있다. 2019년에는 13개 오프라인 점포를 유통화했고, 2020년에는 마곡지구 부지 매각으로 5천억원 이상 매각 차익을 거뒀다. 2021년에는 가양점 매각 가능성이 높다. 특별한 신규 투자가 없다면, 2011년 기업분할 이후 처음으로 2021년 순현금흐름이 가능할 수 있다(표1 참조). 결국, 부동산 매각 자금으로 야구단을 인수한 것이다.

둘째, 영업 자산 효율성 측면에서, 부동산(토지)보다 일종의 콘텐츠(야구단)를 보유하는게 합리적일 수 있다. 유통업의 본질이 달라지고 있기 때문이다. 온라인화가 가속화하면서, 기존 유통업의 성격 즉, 유통인구 기준으로 지리적 위치를 선점하는 부동산업의 성격이 퇴색하고 있다. Capex와 고정비 부담이 크게 줄면서, 진입장벽이 크게 낮아졌고, 이종산업 대기업 진출까지 확대되면서(네이버/SKT/카카오 등), 배송/가격/MD(Merchandising*) 능력이 핵심 경쟁력으로 자리잡게 되었다. 풀필먼트 시스템과 같은 물류 인프라만 있으면 굳이 오프라인 매장이 많이 필요 없게 되었다.

한편, 경제가 고소득 저성장 국면으로 전환하면서 옷과 같은 유형상품에서 오락/레저/여행 등 무형상품으로 소비 비중이 옮겨가고 있다. 코로나19 이전 해외여행과 캠핑 수요의 급격한 증가와 의류 소비 비중의 지속적인 하락은 이를 단적으로 보여준다(그림1). 유통업체의 고객 유치를 위한 핵심 과제가 'Share of time' 즉, 고객들의 체류 시간을 최대한 늘리는 방향으로 선회한지 오래다.**

기업분석(Report)

BUY

| TP(12M): 210,000원 | CP(1월26일): 174,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,140.31
52주 최고/최저(원)	183,500/9,900
시가총액(십억원)	4,864.3
시가총액비중(%)	0.22
발행주식수(천주)	27,875.8
60일 평균 거래량(천주)	320.5 77.0
60일 평균 거래대금(십억원)	52.7
20년 배당금(예상,원)	2,000
20년 배당수익률(예상,%)	1.75
외국인지분율(%)	31.81
주요주주 지분율(%)	
정용진 외 2인	28.56
국민연금공단	12.65
주가상승률	1M 6M 12M
절대	15.6 57.9 47.9
상대	3.3 10.7 5.8

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	21,878.6	23,711.6
영업이익(십억원)	218.5	387.3
순이익(십억원)	551.8	338.7
EPS(원)	19,428	12,406
BPS(원)	341,125	350,207

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	17,049.1	19,062.9	22,662.0	24,224.7	25,491.2
영업이익	십억원	462.8	150.7	215.0	316.1	381.6
세전이익	십억원	585.0	282.1	811.9	393.7	475.2
순이익	십억원	450.2	233.9	544.0	307.1	370.7
EPS	원	16,150	8,391	19,514	11,016	13,297
증감율	%	(26.93)	(48.04)	132.56	(43.55)	20.71
PER	배	11.30	15.19	7.76	16.66	13.80
PBR	배	0.62	0.40	0.45	0.53	0.51
EV/EBITDA	배	9.21	9.48	8.26	7.20	6.43
ROE	%	5.49	2.75	6.01	3.26	3.82
BPS	원	293,262	319,802	337,382	346,463	357,825
DPS	원	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

RA 서연정
02-3771-7552
hjs0214@hanafn.com

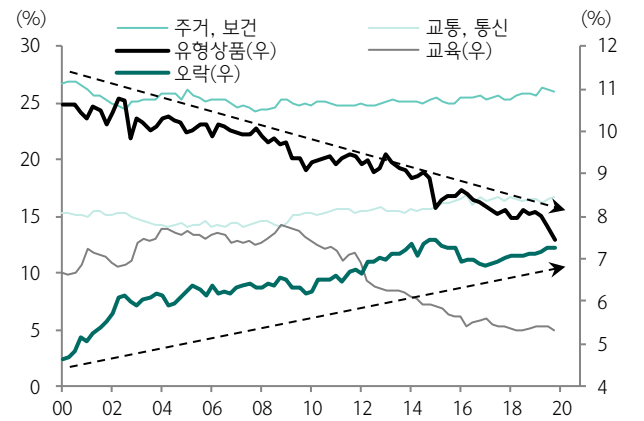
지나친 기대도 우려도 금물

이마트 역시 '소비자 시간의 점유'에 상당한 의미를 부여하고 있는 것은 분명하다. 회사 측은 "야구단 인수는 소비자의 체험을 중시하는 경영 기조에 따라 이뤄지는 것"이라고 말했다. 야구단 인수가 스타필드처럼 성공적인 투자가 될지는 모른다. 시너지와 마케팅 효과도 아직 의문이다. 지나친 기대도 금물이지만, 투자 규모와 실적 영향이 미미한 만큼 지나친 우려도 합리적 투자를 저해할 수 있다. 하남 스타필드 투자 당시에도 '온라인 유통 시대에 웬 오프라인 쇼핑몰에 1조원 투자냐?'라며, 많은 사람들이 의문을 제기한 바 있다는 점을 상기할 필요가 있다. 목표주가 21만원, 투자자의견 '매수'를 유지한다.

* 여기서 MD 능력이란 적절한 '시기'에 '적절한 '상품'을 적절한 '가격'에 적절한 '물량'을 매입하고 판매, 재고 부담을 최소화하면서 마진을 극대화 할 수 있는 능력이다. 신선식품 소싱과 PB 및 직매입 상품 판매에 핵심 역량이다. 이마트의 식품온라인/트레이더스/노브랜드 경쟁력이 높은 이유가 여기에 있다.

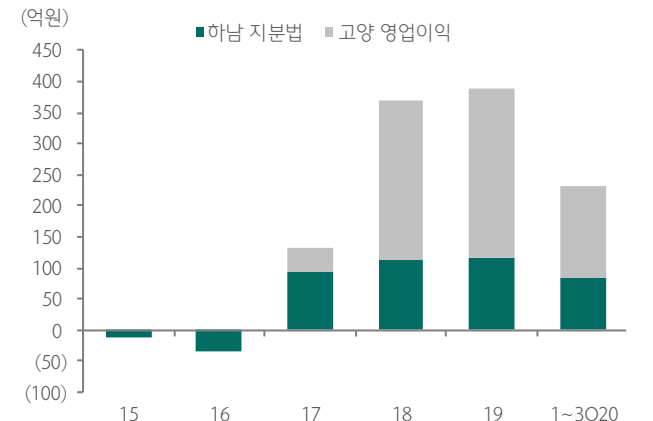
** 언제부터인지 백화점 에스칼레이터 옆에 소파가 자리잡고, 판교 현대백화점 5층에는 넓은 정원과 회전목마까지 들어섰다. '백화점에는 시계와 창문과 의자를 놓지 않는다'는 90년대를 생각하면 격세지감이다. 하남 스타필드는 주말마다 서울 동쪽 외곽으로 빠져나가는 고객 수요를 잡기 위한 공간으로 전국 맛집과 워터파크까지 구비했다. 이런 전략은 상당히 성공적이어서, 스타필드 모델을 고양/안성으로 확대하고 있다.

그림 1. 가계소비지출대비 의류비중/오락문화 비중



주: 유형상품에 주류 및 담배, 의류 및 신발 포함
 자료: 통계청, 하나금융투자

그림 2. 스타필드 하남과 고양 지분법과 영업이익 추이



주: 하남 스타필드는 2015년 1월, 고양 스타필드는 17년 8월 오픈
 자료: 이마트, 하나금융투자

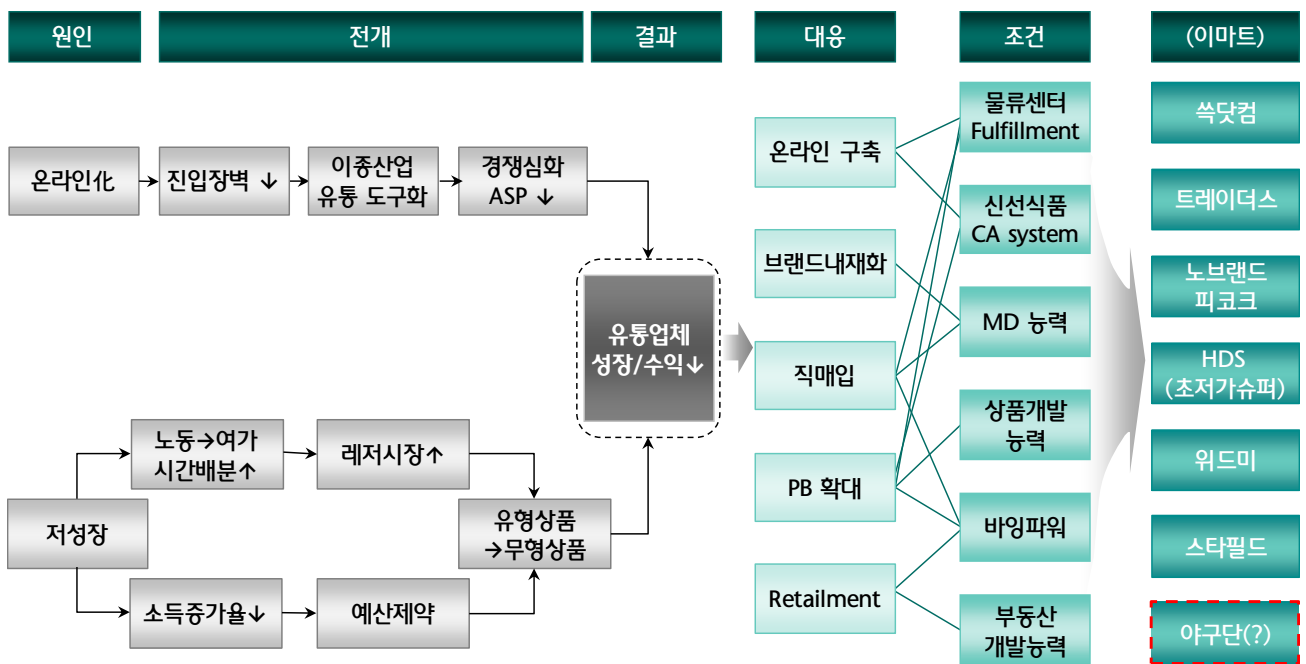
표 1. 이마트 별도기준 현금흐름 전망

(단위: 십억원)

	2019년	2020년(예상)	2021년(예상)	비고
EBITDA	755	787	843	
영업이익	251	280	339	
감가상각	504	507	504	유형+영업권 등
유형자산매각	950	810	200	
(내용)	13개 점포 세일앤리스백	마곡지구 매각	가양점 세일앤리스백	
기타금융수익	-21	2	9	
이자비용	78	70	63	이자비용 감소세
이자수익	2	5	5	
배당수익	55	67	67	
법인세 납부	111	160	115	매각 관련 세금 포함
현금흐름(A)	1,573	1,438	937	재무적 현금흐름 제외
Capex(B)	930	850	650	
(내용)	할인점 210 트레이더스 280 전문점 23 프라퍼티 100 미국 수퍼 310	할인점 310 트레이더스 130 전문점 13 프라퍼티 50 조선호텔 70 미국 수퍼 250 이마트24 30	할인점 310 트레이더스 100 전문점 10 프라퍼티 50 야구단 135 기타 45	
* EBITDA-Capex	-175	-63	193	2021년 플러스 전환
잉여현금(A-B)	643	588	287	
금융부채	2,760	2,460	2,210	
YoY	-330	-300	-250	

자료: 이마트, 하나금융투자

그림 3. 컨슈머 시장 변동 원인과 결과 및 이마트의 경쟁력



자료: 하나금융투자

표 2. 이마트 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

2021년 연간 영업이익은 YoY 47% 증가한 3,160억원 전망

	2017	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	15,592	17,049	19,063	22,662	24,225	25,491
이마트(총매출)	11,683	10,710	11,039	11,117	11,187	11,250
전문점	1,050	818	1,073	1,223	1,358	1,494
트레이더스	1,521	1,910	2,337	2,856	3,221	3,623
SSG.COM(순매출)			844	1,249	1,562	1,874
영업이익	621	463	151	215	316	382
이마트	597	510	280	233	257	270
전문점	-12	-74	-86	-33	-14	0
트레이더스	51	63	50	74	90	109
SSG.COM			-82	-50	-31	-28
세전이익	759	585	282	812	394	475
순이익	628	476	224	544	307	371
지배주주 순이익	616	450	234	544	307	371
적정시가총액	10,473	7,653	3,976	9,248	5,220	6,301
주식수(천주)	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876	27,876
적정주가(천원)	376	275	143	332	187	226
적정PER(배)	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
EPS(원)	22,101	16,150	8,391	19,514	11,015	13,297
영업이익률(%)	4.0	2.7	0.8	0.9	1.3	1.5
YoY %						
매출액	5.5	9.3	11.8	18.9	6.9	5.2
영업이익	13.5	-25.5	-67.4	42.7	47.0	20.7
지배주주 순이익	63.8	-26.9	-48.0	132.6	-43.6	20.7

자료: 이마트, 하나금융투자

표 3. 이마트 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

4분기 연결 매출과 영업이익은 각각
전년 동기대비 32%, 730억원 증가
(흑자전환)한 6조 3,550억원과 630
억원 전망

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019년	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2020년
매출액	4,585	4,581	5,063	4,833	19,063	5,211	5,188	5,908	6,355	22,662
이마트(총매출)	2,839	2,578	2,956	2,667	11,039	2,781	2,552	3,045	2,739	11,117
전문점	262	262	274	277	1,073	287	299	316	322	1,223
트레이더스	551	558	626	602	2,337	671	661	801	723	2,856
SSG.COM(순매출)	177	208	227	233	844	307	312	337	294	1,249
영업이익	74	-30	116	-10	151	48	-47	151	63	215
이마트	112	-4	130	43	280	85	-24	114	59	233
전문점	-21	-19	-21	-24	-86	-18	-7	-4	-4	-33
트레이더스	14	15	16	5	50	18	15	30	12	74
SSG.COM	-11	-11	-24	-36	-82	-20	-14	-3	-13	-50
세전이익	93	-38	132	95	282	64	520	146	82	812
지배주주 순이익	68	-25	110	81	234	49	316	113	66	544
영업이익률(%)	1.6	-0.7	2.3	-0.2	0.8	0.9	-0.9	2.6	1.0	0.9
이마트	3.9	-0.2	4.4	1.6	2.5	3.0	-0.9	3.7	2.2	2.1
전문점	-8.1	-7.3	-7.7	-8.7	-8.0	-6.3	-2.3	-1.4	-1.1	-2.7
트레이더스	2.6	2.6	2.5	0.9	2.1	2.6	2.3	3.7	1.6	2.6
SSG.COM	-6.1	-5.4	-10.4	-15.5	-9.7	-6.4	-4.4	-0.9	-4.6	-4.0
세전이익률(%)	2.0	-0.8	2.6	2.0	1.5	1.2	10.0	2.5	1.3	3.6
당기순이익률(%)	1.5	-0.5	2.2	1.7	1.2	0.9	6.1	1.9	1.0	2.4
YoY %										
매출액	11.7	14.8	7.1	14.4	11.8	13.6	13.2	16.7	31.5	18.9
이마트	4.2	1.7	0.5	6.3	3.1	-2.1	-1.0	3.0	2.7	0.7
전문점	45.9	37.2	26.0	19.8	31.2	9.7	14.4	15.4	16.3	14.0
트레이더스	20.1	23.3	16.6	30.4	22.4	21.8	18.6	27.9	20.1	22.2
SSG.COM						73.9	50.1	48.6	25.9	48.0
영업이익	-51.6	적전	-40.3	적전	-67.4	-34.8	적지	30.1	흑전	42.7
이마트	-30.9	적전	-32.9	-56.9	-45.1	-24.5	적지	-12.0	38.6	-16.6
전문점	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
트레이더스	10.9	-8.8	-36.1	-41.6	-20.3	22.4	5.5	85.5	128.0	48.5
SSG.COM	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
세전이익	-44.3	적전	-48.0	118.2	-51.8	-31.6	흑전	11.1	-14.5	187.8
지배주주 순이익	-42.6	적전	-42.4	63.2	-48.0	-28.1	흑전	2.5	-18.0	132.6

자료: 이마트, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	17,049.1	19,062.9	22,662.0	24,224.7	25,491.2
매출원가	12,452.8	14,170.5	16,747.2	17,877.8	18,812.5
매출총이익	4,596.3	4,892.4	5,914.8	6,346.9	6,678.7
판매비	4,133.5	4,741.8	5,699.8	6,030.7	6,297.1
영업이익	462.8	150.7	215.0	316.1	381.6
금융손익	(29.1)	(70.3)	(84.8)	(80.3)	(76.8)
종속/관계기업손익	37.1	73.8	78.6	92.9	103.4
기타영업외손익	114.1	127.9	603.1	64.9	67.0
세전이익	585.0	282.1	811.9	393.7	475.2
법인세	126.1	58.3	267.9	86.6	104.5
계속사업이익	458.9	223.8	544.0	307.1	370.7
중단사업이익	17.3	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	476.2	223.8	544.0	307.1	370.7
비배주주지분 손익	26.0	(10.1)	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	450.2	233.9	544.0	307.1	370.7
지배주주지분포괄이익	(4.2)	121.6	611.7	345.3	416.8
NOPAT	363.1	119.5	144.1	246.6	297.7
EBITDA	992.8	1,033.3	1,003.8	1,080.3	1,124.5
성장성(%)					
매출액증가율	9.89	11.81	18.88	6.90	5.23
NOPAT증가율	(18.35)	(67.09)	20.59	71.13	20.72
EBITDA증가율	(6.93)	4.08	(2.85)	7.62	4.09
영업이익증가율	(20.88)	(67.44)	42.67	47.02	20.72
(지배주주)순이익증가율	(26.93)	(48.05)	132.58	(43.55)	20.71
EPS증가율	(26.93)	(48.04)	132.56	(43.55)	20.71
수익성(%)					
매출총이익률	26.96	25.66	26.10	26.20	26.20
EBITDA이익률	5.82	5.42	4.43	4.46	4.41
영업이익률	2.71	0.79	0.95	1.30	1.50
계속사업이익률	2.69	1.17	2.40	1.27	1.45

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	16,150	8,391	19,514	11,016	13,297
BPS	293,262	319,802	337,382	346,463	357,825
CFPS	37,841	41,426	58,552	41,617	43,261
EBITDAPS	35,616	37,066	36,010	38,753	40,338
SPS	611,608	683,850	812,962	869,021	914,457
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	11.30	15.19	7.76	16.66	13.80
PBR	0.62	0.40	0.45	0.53	0.51
PCR	4.82	3.08	2.59	4.41	4.24
EV/EBITDA	9.21	9.48	8.26	7.20	6.43
PSR	0.30	0.19	0.19	0.21	0.20
재무비율(%)					
ROE	5.49	2.75	6.01	3.26	3.82
ROA	2.74	1.24	2.52	1.39	1.68
ROIC	3.88	1.13	1.28	2.32	2.88
부채비율	89.15	106.67	106.42	102.53	97.61
순부채비율	38.01	47.49	35.02	29.80	24.35
이자보상배율(배)	5.68	1.01	1.17	1.82	2.41

자료: 하나금융투자

대차대조표

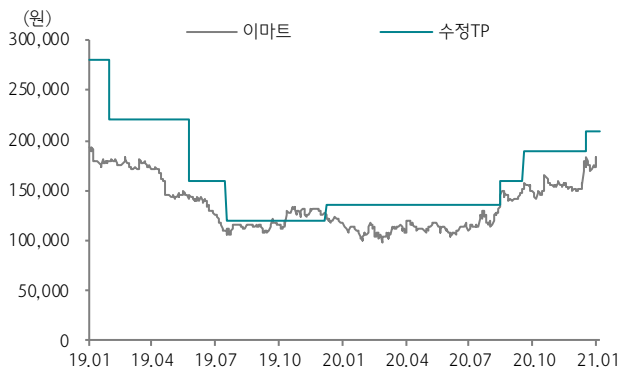
	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	2,285.6	3,649.9	4,916.4	5,045.7	5,172.7
금융자산	472.0	1,599.6	2,503.0	2,465.9	2,458.0
현금성자산	283.7	681.0	1,521.2	1,456.6	1,426.5
매출채권	472.4	526.1	536.6	573.6	603.6
재고자산	1,123.0	1,279.2	1,520.7	1,625.6	1,710.6
기타유동자산	218.2	245.0	356.1	380.6	400.5
비유동자산	14,468.3	17,444.8	17,116.7	17,037.5	16,954.0
투자자산	2,432.3	2,600.8	2,911.5	3,046.3	3,155.7
금융자산	1,714.0	1,764.4	1,917.2	1,983.5	2,037.3
유형자산	10,403.9	10,003.7	9,395.7	9,209.8	9,043.1
무형자산	288.1	1,319.1	1,288.4	1,260.1	1,234.0
기타비유동자산	1,344.0	3,521.2	3,521.1	3,521.3	3,521.2
자산총계	16,753.9	21,094.8	22,033.1	22,083.1	22,126.6
유동부채	4,998.3	5,406.3	5,896.9	6,310.2	6,664.0
금융부채	1,674.0	1,657.4	1,601.2	1,725.5	1,845.2
매입채무	1,110.8	1,190.1	1,368.7	1,463.0	1,539.5
기타유동부채	2,213.5	2,558.8	2,927.0	3,121.7	3,279.3
비유동부채	2,898.1	5,481.8	5,462.5	4,869.3	4,265.3
금융부채	2,164.9	4,789.3	4,639.3	3,989.3	3,339.3
기타비유동부채	733.2	692.5	823.2	880.0	926.0
부채총계	7,896.4	10,888.0	11,359.4	11,179.4	10,929.3
지배주주지분	8,172.3	8,808.6	9,298.7	9,551.9	9,868.6
자본금	139.4	139.4	139.4	139.4	139.4
자본잉여금	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0	4,237.0
자본조정	319.8	981.3	981.3	981.3	981.3
기타포괄이익누계액	703.4	656.6	656.6	656.6	656.6
이익잉여금	2,772.7	2,794.3	3,284.4	3,537.5	3,854.2
비지배주주지분	685.2	1,398.1	1,375.0	1,351.8	1,328.7
자본총계	8,857.5	10,206.7	10,673.7	10,903.7	11,197.3
순금융부채	3,366.8	4,847.1	3,737.5	3,249.0	2,726.6

현금흐름표

	(단위:십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	769.8	815.8	1,647.3	1,250.5	1,258.8
당기순이익	476.2	223.8	544.0	307.1	370.7
조정	59	81	79	76	74
감가상각비	530.0	882.6	788.8	764.2	742.8
외환거래손익	15.2	13.9	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(93.0)	(74.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(393.2)	(740.9)	(709.8)	(688.2)	(668.8)
영업활동 자산부채 변동	(296.4)	(217.4)	314.5	179.3	145.3
투자활동 현금흐름	(816.8)	(1,005.1)	(547.0)	(735.4)	(704.7)
투자자산감소(증가)	285.3	(94.7)	(333.8)	(158.0)	(132.4)
자본증가(감소)	(691.7)	127.7	(150.0)	(550.0)	(550.0)
기타	(410.4)	(1,038.1)	(63.2)	(27.4)	(22.3)
재무활동 현금흐름	102.8	581.0	(260.1)	(579.6)	(584.2)
금융부채증가(감소)	139.1	2,607.9	(206.2)	(525.7)	(530.3)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	45.5	(1,922.7)	(0.0)	0.0	(0.0)
배당지급	(81.8)	(104.2)	(53.9)	(53.9)	(53.9)
현금의 증감	59.9	397.3	840.2	(64.6)	(30.1)
Unlevered CFO	1,054.9	1,154.8	1,632.2	1,160.1	1,205.9
Free Cash Flow	(124.8)	(139.1)	997.3	200.5	208.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

이마트



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
21.1.12	BUY	210,000		
20.10.13	BUY	190,000	-18.71%	-5.79%
20.9.9	BUY	160,000	-9.33%	-5.00%
20.2.27	BUY	135,000	-16.11%	-1.48%
20.1.2	Neutral	135,000	-15.51%	-8.15%
19.8.11	Neutral	120,000	-0.04%	12.08%
19.6.19	BUY	160,000	-17.68%	-8.44%
19.2.25	BUY	220,000	-24.80%	-17.05%
18.8.21	BUY	280,000	-30.11%	-20.89%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.13%	7.87%	0.00%	100%

* 기준일: 2021년 01월 26일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2021년 1월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2021년 1월 27일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.